粤开证券 YUEKAI SECURITIES

宏观研究

【粤开宏观】经济继续向好 or 强弩之末？警惕明年初的数据幻觉

2020 年 11 月 17 日

投资要点

分析师：李兴
执业编号：S0300518100001
电话：010-66235713
邮箱：lixing@ykzq.com

近期报告

《消费分析手册》2020-10-12

《【粤开宏观】1-9 月工业企业利润点评：生产需求逐步恢复，盈利能力明显增强》2020-10-27

《【粤开宏观深度】五中全会公报解读及 11 月经济展望》2020-10-31

《【粤开宏观】美国大选跟踪及资产配置展望（附回测图）》2020-11-03

《【粤开宏观深度】创新支撑高质量发展，构建“双循环”新发展格局——十四五规划建议解读》2020-11-05

事件：

10 月规模以上工业增加值同比为 6.9%，预期 6.5%，前值 6.9%；1-10 月固定资产投资（不含农户）同比 1.8%，预期 1.8%，1-9 月为 0.8%；1-10 月房地产开发投资同比增长 6.3%，1-9 月为 5.6%；10 月社会消费品零售总额同比 4.3%，预期 5.2%，前值 3.3%。

10 月社融新增 1.42 万亿元，前值 3.48 万亿元；社融存量同比增速 13.7%，前值 13.5%。10 月 M1 同比增长 9.1%，9 月为 8.1%；M2 同比增长 10.5%，9 月为 10.9%。

摘要：经济持续恢复，结构走向相对均衡，政策不宜过快退出

当前经济形势的总体特征是：经济持续恢复，供需两端、内外需均较强；企业对未来经营预期较好，PMI 预期指数上升、M2-M1 剪刀差收窄均表明经济活力在增强；经济结构从上半年的非均衡逐步走向均衡，新经济和高技术的贡献提高；但是目前仍主要依赖房地产和出口拉动，房地产和出口链条从需求端带动钢材、水泥、纺织、制药等工业增加值生产，基建总体不及预期，消费和制造业在逐步回升中。房地产销售、新开工和投资较好主要是房企加快回笼资金及国内贷款及按揭贷款的资金支持。基建总体不及预期主要是地方财政形势严峻、财政支出进度偏慢及支出结构向医疗社保等倾斜、专项债优质项目缺乏，但伴随赋予地方政府优化和更灵活地使用专项债，基建增速后续可能上升。

下阶段经济恢复仍将继续，2021 年上半年尤其是一季度的 GDP 增速可能高达 10%以上，但这主要是今年一季度基数较低以及疫苗研发重大进展等导致全球经济有望重启；要避免政策因数据幻觉突然转向的风险。如果迅速采取紧缩政策，将中断经济恢复过程，导致 2021 年下半年经济从大起到大落。建议从政府财政收入、企业利润和居民收入三者微观主体利益出发做宏观决策。

1）经济持续恢复，内外需较强，主要依靠地产和出口，基建和消费逐步回升，但制造业和民间投资依然负增长。

2）结构逐步走向相对均衡。其一，需求尤其是消费恢复，与生产缺口缩小。其二，需求内部走向均衡，消费与投资的增速差缩小。其三，服务业恢复加快，与工业平衡，10 月份服务业生产指数首次超过规模以上工业增加值增速 0.5 个百分点；而二季度 4-6 月工业高于服务业增速分别 8.4、3.4 和 2.5 个百分点；三季度 7-8-9 月分别高出 1.3、1.6 和 1.5 个百分点。其四，内需与外需相对均衡。其五，金融尤其是资本市场逐步反映实体经济的恢复和企业盈利改善的逻辑，政策和流动性驱动的逻辑减弱，金融与实体经济的背离缩小。

3）企业信心提振，存款活化，财政因素支配社融和 M2。

4）工业生产保持强劲势头，在国庆工作日减少 2 天的情况下环比为近年来同期高点，与 PMI 及高炉开工率一致。主要是出口和房地产链条拉动相关生产，其中纺织、黑色、非金属矿物质、新能源汽车增速较快。

5）地产投资持续回升成经济主要支撑，基建投资当月上升但仍低于预期，制造业低迷。房地产销售、新开工加快回笼资金，以及到位资金中贷款增速较高，支撑房地产投资延续高增长态势。预计后续房地产销售、新开工将继续支撑地产投资，但“345 融资新规“对房企融资的要求、各地限价调控对地产销售的降温限制了地产投资的增长空间。基建投资增速整体仍低于预期，可能与地方财政压力较大、支出结构向医疗社保等领域倾斜、优质项目缺乏等相关。未来随着赋予地方政府改变专项债投向等，基建可能更快落地，但优质项目及财力总体限制基建回升幅度。制造业投资累计同比降幅持续缩窄，高技术制造业投资加速，医药及黑色加工制造业投资增速高；未来伴随企业盈利改善、预期向好、出口和消费持续上升，制造业投资将继续改善。

6）价格影响消费名义增速不及预期，但实际增速仍上升。餐饮消费年内首次转正，消费升级类产品消费增速居前，地产相关产品增速靠后，但受地产销售同比上升影响，当月增速也有小幅上升。

7）中国与全球主要经济体供需错位，防疫物资叠加年底海外需求导致出口持续高增。

8）猪周期下行拖累 CPI，中美政策分别侧重企业和居民，导致中美 CPI 走势差异。

风险提示：外围环境超预期恶化

目 录

一、基本判断：经济持续恢复，结构走向相对均衡，政策不宜过快退出 5
二、企业信心提振，存款活化，财政因素支配社融和 M2 6
三、工业生产保持强劲势头，出口和房地产投资链条较好，纺织、黑色、新能源汽车增速较快 9
四、地产投资持续回升成经济主要支撑，基建投资当月上升但仍低于预期，制造业低迷 11
五、价格影响消费名义增速不及预期，餐饮消费年内首次转正，消费升级类产品销售涨幅居前，地产相关产品涨幅靠后 14
六、中国与全球主要经济体供需错位，防疫物资叠加年底海外需求导致出口持续高增 16
七、猪周期下行拖累 CPI，中美政策分别侧重企业和居民，导致中美 CPI 走势差异 22
八、内外需回暖，需求上升速度快于生产，但是小企业经营恶化 24

图表目录

图表 1： M1 增速提升，M2 增长放缓，M2-M1 剪刀差较大幅度收窄 6
图表 2： 新增人民币存款结构变动（亿元）：财政存款大幅增加 7
图表 3： 新增社会融资规模结构变动：政府债券是支撑 8
图表 4： 新增人民币贷款结构：票据融资拖累，中长期企业贷款占比提升 8
图表 5： 逆回购、MLF、LPR 利率 9
图表 6： 10 月制造业增长较快（%） 10
图表 7： 高炉开工率 10 月环比上升，高于去年同期 10
图表 8： 纺织业生产增速创下 2013 年 5 月份以来新高，主要是出口带动 11
图表 9： 新能源汽车生产快速增长 11
图表 10： 固定资产累计同比：第一产业高速增长，第二、第三产业逐步恢复 12
图表 11： 固定资产累计同比：地产投资持续回升，基建投资仍低于预期 12
图表 12： 房地产开发投资增速持续上升 13
图表 13： 新开工、商品房销售面积累计同比 13
图表 14： 制造业投资累计同比：高技术制造业投资加速，多数行业仍未转正 14
图表 15： 10 月社会消费品零售总额同比增 4.3% 15
图表 16： 餐饮收入同比增速年内首次转正 15
图表 17： 消费升级类产品销售同比涨幅居前 16
图表 18： 出口超预期增长，进口增速大幅低于预期 16
图表 19： 贸易差额环比提升 16
图表 20： 出口额：主要商品 17
图表 21： 出口额 10 月同比：主要商品 18
图表 22： 10 月主要出口商品概览 18
图表 23： 主要商品进口金额 19
图表 24： 主要商品进口增速 20
图表 25： 10 月主要进口商品概览 20

图表 26： 猪肉价格同比在连续上涨 19 个月后首次转降（%）..... 22
图表 27： 生猪产能持续恢复（%）..... 22
图表 28： 10 月猪肉价格下滑（元/千克）..... 23
图表 29： 交通和通信 CPI 当月同比跌幅较大..... 23
图表 30： 中美核心 CPI 当月同比（%）..... 24
图表 31： 10 月份 PMI 走势（%）..... 25
图表 32： 今年 10 月 PMI 下滑幅度是近三年最小的（%）..... 25
图表 33： 10 月 PMI 进出口数据均上升（%）..... 26
图表 34： 内外需求同步恢复（%）..... 27
图表 35： 10 月 PMI 进出口数据均上升（%）..... 27
图表 36： 小型企业拖累 PMI 下滑（%）..... 28
图表 37： 大小企业新订单明显分化（%）..... 28
图表 38： 市场预期较好，非制造业维持高位（%）..... 28

一、基本判断：经济持续恢复，结构走向相对均衡，政策不宜过快退出

当前经济形势的总体特征是：经济持续恢复，供需两端、内外需均较强；企业对未来经营预期较好，PMI 预期指数上升、M2-M1 剪刀差收窄均表明经济活力在增强；经济结构从上半年的非均衡逐步走向均衡，新经济和高技术的贡献提高；但是目前主要仍主要依赖房地产和出口拉动，房地产和出口链条从需求端带动钢材、水泥、纺织、制药等工业增加值生产，基建总体不及预期，消费和制造业在逐步回升中。房地产销售、新开工和投资较好主要是房企加快回笼资金及国内贷款及按揭贷款的资金支持。基建总体不及预期主要是地方财政形势严峻、财政支出进度偏慢及支出结构倾向于医疗社保等、专项债优质项目缺乏，但伴随赋予地方政府优化和更灵活地使用专项债，基建增速后续可能上升。

下阶段经济恢复仍在继续，2021 年上半年尤其是一季度的 GDP 增速可能高达 10%以上，但这主要是今年一季度基数较低以及疫苗研发重大进展等导致全球经济有望重启；要避免政策因数据幻觉突然转向的风险。如果迅速采取紧缩政策，将中断经济恢复过程，导致 2021 年下半年经济从大起到大落。建议从政府财政收入、企业利润和居民收入三者微观主体利益出发做宏观决策。

1）经济持续恢复，内外需较强，主要依靠地产和出口，基建和消费逐步回升，但制造业和民间投资依然负增长。

2）结构逐步走向相对均衡。其一，需求尤其是消费恢复，与生产缺口缩小。其二，需求内部走向均衡，消费与投资的增速差缩小。其三，服务业恢复加快，与工业平衡，10 月份服务业生产指数首次超过规模以上工业增加值增速 0.5 个百分点；而二季度 4-6 月工业高于服务业增速分别 8.4、3.4 和 2.5 个百分点；三季度 7-8-9 月分别高出 1.3、1.6 和 1.5 个百分点。其四，内需与外需相对均衡。其五，金融尤其是资本市场逐步反映实体经济的恢复和企业盈利改善的逻辑，政策和流动性驱动的逻辑减弱，金融与实体经济的背离缩小。

3）企业信心提振，存款活化，财政因素支配社融和 M2。

4）工业生产保持强劲势头，在国庆工作日减少 2 天的情况下环比为近年来同期高点，与 PMI 及高炉开工率一致。主要是出口和房地产链条拉动相关生产，其中纺织、黑色、非金属矿物质、新能源汽车增速较快。

5）地产投资持续回升成经济主要支撑，基建投资当月上升但仍低于预期，制造业低迷。房地产销售、新开工加快回笼资金，以及到位资金中贷款增速较高，支撑房地产投资延续高增长态势。预计后续房地产销售、新开工将继续支撑地产投资，但“345 融资新规”对房企融资的要求、各地限价调控对地产销售的降温限制了地产投资的增长空间。基建投资增速整体仍低于预期，可能与地方财政压力较大、支出结构向医疗社保等领域倾斜、优质项目缺乏等相关。未来随着赋予地方政府改变专项债投向等，基建可能更快落地，但优质项目及财力总体限制基建回升幅度。制造业投资累计同比降幅持续缩窄，高技术制造业投资加速，医药及黑色加工制造业投资增速高；未来伴随企业盈利改善、预期向好、出口和消费持续上升，制造业投资将继续改善。

6）价格影响消费名义增速不及预期，但实际增速仍上升。餐饮消费年内首次转正，消费升级类产品消费增速居前，地产相关产品增速靠后，但受地产销售同比上升影响，当月增速也有小幅上升。

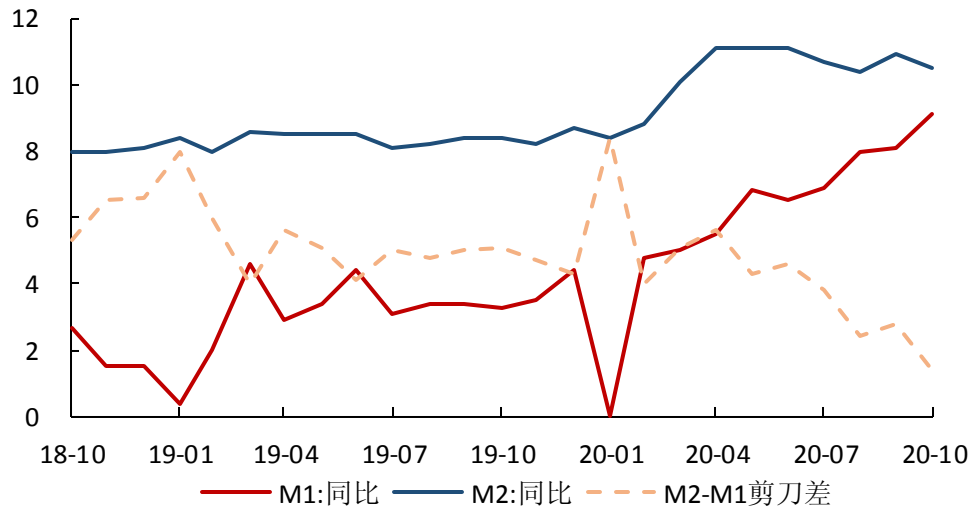
7）中国与全球主要经济体供需错位，防疫物资叠加年底海外需求导致出口持续高增。

8）猪周期下行拖累 CPI，中美政策分别侧重企业和居民，导致中美 CPI 走势差异。

二、企业信心提振，存款活化，财政因素支配社融和 M2

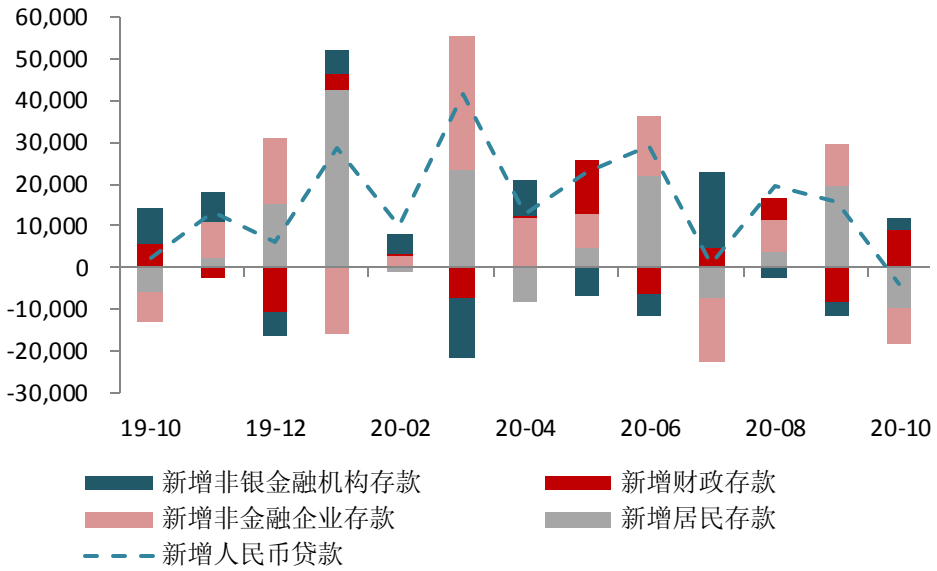
M1 增速提升，企业信心持续提振，财政存款多增进一步收窄 M2-M1 剪刀差。10 月 M1 同比增长 9.1%，较上月增加 1 个百分点，表明企业信心与投资意愿逐步增强； M2 同比增长 10.5%，较上月减少 0.4 个百分点，M2-M1 的剪刀差进一步收窄为 1.4 个百分点，较上月下降 1.4 个百分点。**M2-M1 剪刀差较大幅度收窄，主要是由于不计入 M2 的财政存款大幅增加，经济恢复叠加缴税因素（10 月为三季度税款缴入国库时期，历史上看 10 月财政收入占全年比重为 8.6%）导致财政收入增加，而财政支出因优质项目相对紧缺及季节性因素而有所放缓**，10 月财政存款新增 9050 亿元，同比多增 3500 亿元。新增居民存款、企业存款分别同比多减 3557 亿元、1649 亿元，税收缴纳、疫情控制后的背景下消费和投资恢复、结构性存款压降等因素使得居民及企业存款的季节性降幅有所放大。**预计后续随着年底财政支出加大投入，M2-M1 的剪刀差将略微上升，目前 M2、M1 同比增速为 2018 年以来的较高水平，随着经济恢复和货币政策回归常态化，M2、M1 同比预计稳中微降。**

图表1：M1 增速提升，M2 增长放缓，M2-M1 剪刀差较大幅度收窄



资料来源：wind、粤开证券研究院

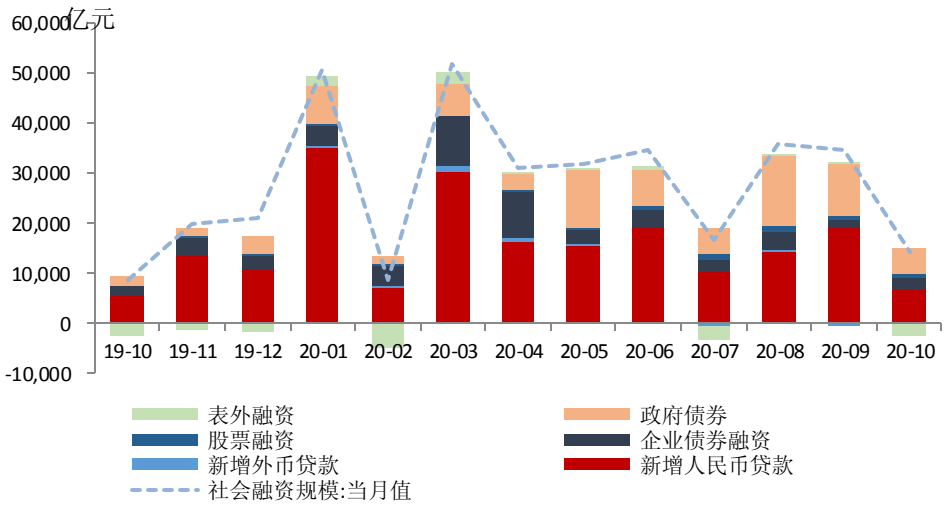
图表2：新增人民币存款结构变动（亿元）：财政存款大幅增加



资料来源：wind、粤开证券研究院

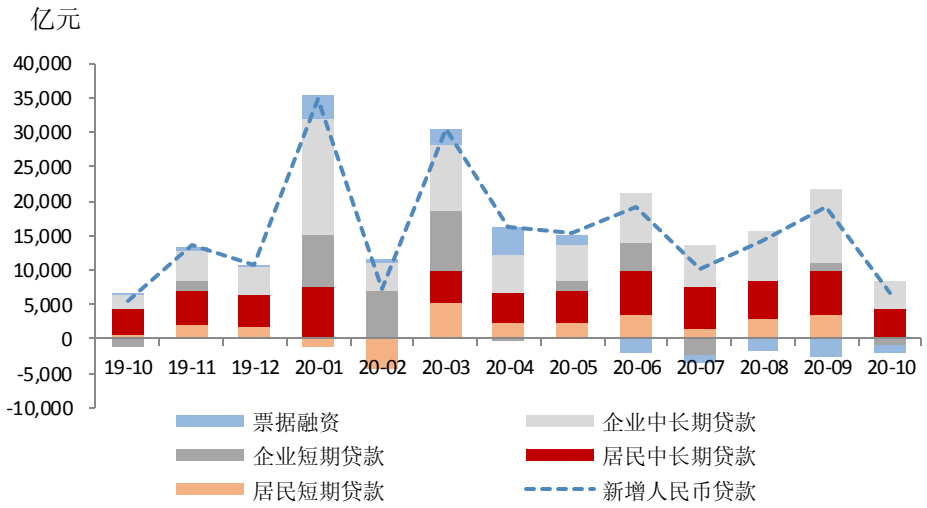
社融、人民币贷款增量低于预期，政府债券是社融增速的有力支撑，票据融资拖累贷款增速，中长期企业贷款占比提升，信贷结构持续优化。10 月社融新增 1.42 万亿元，前值 3.48 万亿元，同比多增 5493 亿元，但多增规模较上月大幅收窄 4100 亿元；社融存量同比增速 13.7%，前值 13.5%。其中，**政府债券是社融增速的主要支撑，10 月同比多增 3061 亿元，其中专项债新发 1814 亿元，随着专项债基本发行完毕，后续政府债券主要由年底国债发行支撑，**1-10 月已实现国债净融资 31696 亿元，11、12 月份国债分别待偿还 1897、1714 亿元，今年中央赤字（一般国债）27800 亿元叠加抗疫特别国债 1 万亿元的情况下，11、12 月份国债发行将达到 9715 亿元。新增人民币贷款同比多增 1193 亿元，多增幅度较上月进一步收窄，低于市场预期，其中，**结构性存款压降增加银行负债端压力、打击票据空转力度增强，票据融资连续第 5 个月负增长，是贷款增速的主要拖累。**居民短期、居民中长期、企业短期、企业中长期贷款分别同比-351 亿元、+472 亿元、+341 亿元、+1897 亿元，环比为-3122、-2303、-2111 和-6567 亿元。**受上月地产销售增速同比下滑影响，当月居民中长期新增贷款同比增速有所下降；企业中长期贷款略有降温，部分受到国庆假期影响，但继续保持较高占比，企业投资活动持续回暖，信贷结构韧性增强。**

图表3：新增社会融资规模结构变动：政府债券是支撑



资料来源：wind、粤开证券研究院

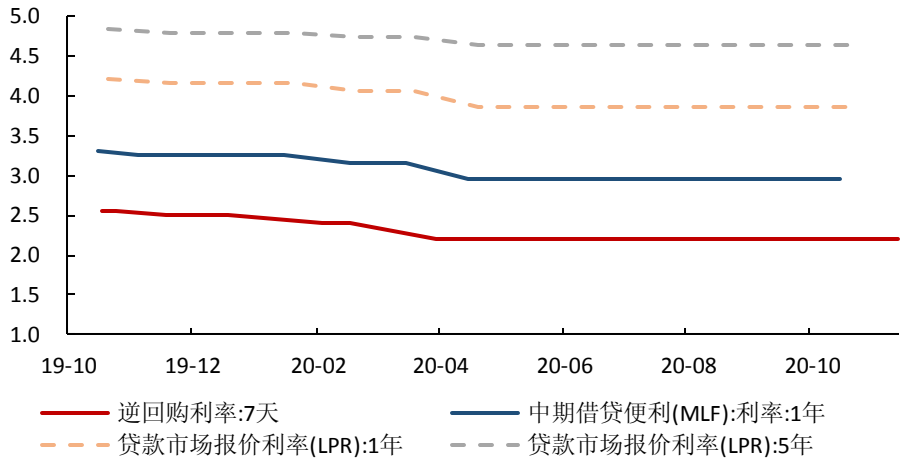
图表4：新增人民币贷款结构：票据融资拖累，中长期企业贷款占比提升



资料来源：wind、粤开证券研究院

10 月财政存款大增、国庆中秋假期叠加双十一预售等因素下，市场流动性月底短期趋紧。长期看，货币政策回归常态化，LPR、MLF 连续 6 个月持平。未来为了实现稳增长和防风险的长期均衡，从逆周期到跨周期调节，保留货币政策弹性，预计仍以积极有为的财政政策为主，灵活适度、精准导向的稳健货币政策为辅。根据央行货币政策司司长孙国峰提出的结构性流动性短缺的货币政策操作框架，“在维持适当的法定存款准备金率水平下，通过每日的公开市场逆回购操作提供短期流动性并持续培育短期政策利率，通过每月定时的 MLF 操作提供中期流动性并持续培育中期政策利率”，**在银行超储率较低且货币乘数较高的情况下，针对货币政策回归常态化过程中的超预期收紧，央行主要通过公开市场操作调节短期流动性。**

图表5：逆回购、MLF、LPR 利率



资料来源：wind、粤开证券研究院

三、工业生产保持强劲势头，出口和房地产投资链条较好，纺织、黑色、新能源汽车增速较快

工业生产保持强劲势头，在国庆工作日减少 2 天的情况下环比为近年来同期高点，与 PMI 及高炉开工率一致。10 月规模以上工业增加值同比为 6.9%，高于预期的 6.5%，与上月持平。10 月环比为 0.78%，高于 2016-2019 年同期的 0.5%、0.51%、0.47%和 0.38%，说明工业生产确实强劲，与 PMI 环比保持在 53.9%高位及高频指标高炉开工率一致。10 月全国高炉开工率平均数为 68.3%，较去年同期大幅增长 6.4 个百分点，与去年 70 周年大庆部分企业停工停产有关。

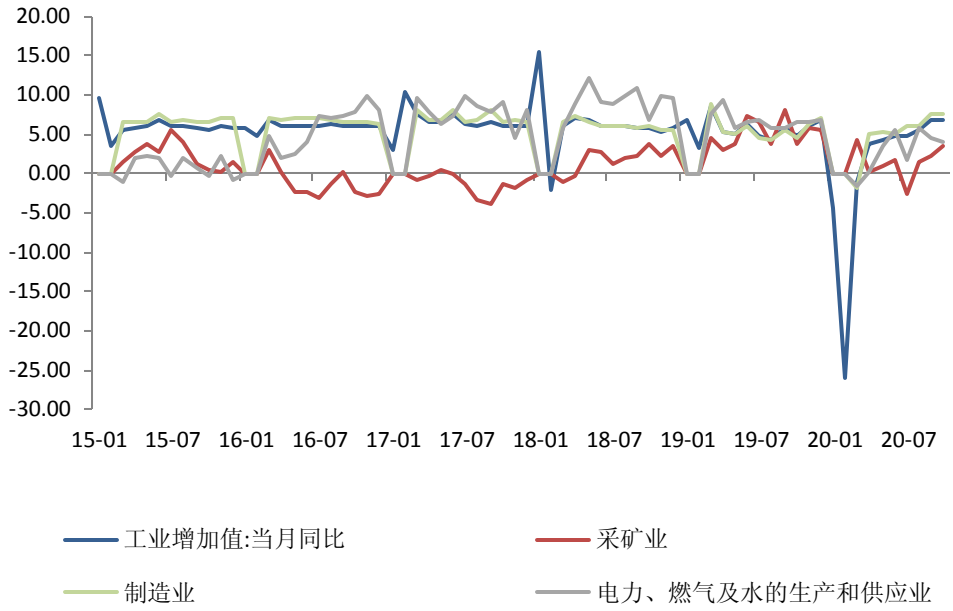
分三大门类看，10 月，采矿业增加值同比增长 3.5%，较 9 月份加快 1.3 个百分点；制造业增长 7.5%，回落 0.1 个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 4%，回落 0.5 个百分点。

分行业看，主要是出口和房地产链条拉动相关生产，其中纺织、黑色、非金属矿物质、新能源汽车增速较快。一是出口相关产品生产较快。10 月，受防疫产品海外需求上升、订单回流以及国内需求回暖等因素拉动，纺织业增速创下 2013 年 5 月份以来新高，同比增长 9.5%，较上月加快 3.9 个百分点；化纤、医药、造纸分别增长 8.4%、8.2%、6.8%，较上月分别加快 4.2、0.8、1.3 个百分点。**二是地产链条相关生产增速较快。**黑色金属加工、金属制品、非金属矿物质同比为 11.2%、9.3%、14.1%，较上月上升 2.2、0.3 和 1.6 个百分点。钢材、水泥同比分别为 14.2%和 9.6%，较上月上升 1.9 和 3.2 个百分点。**三是新能源汽车产业规划、爆款车型入市及低基数效应带动汽车尤其是新能源产销近期较好。**10 月，汽车产量同比增长 11.1%，其中新能源汽车受政策利好、消费恢复、新车型入市等因素拉动，增速大幅跃升至 94.1%；载货汽车、SUV 保持较快增长，增速分别为 26.4%、12.3%。**新能源汽车产量大幅增长，得益于：**1）政策支持，包括近期《新能源汽车发展规划》正式落地；**2）**随着国内经济的持续复苏，以及爆款车型的放量，下半年开始我国新能源汽车行业回暖；**3）**2019 年补贴政策退坡使得国内新能源车市场十年来首次出现负增长，产生低基数效应。在多重利好刺激下，预计汽车行业尤其

是新能源汽车还将保持高速增长，带动制造业整体增长。

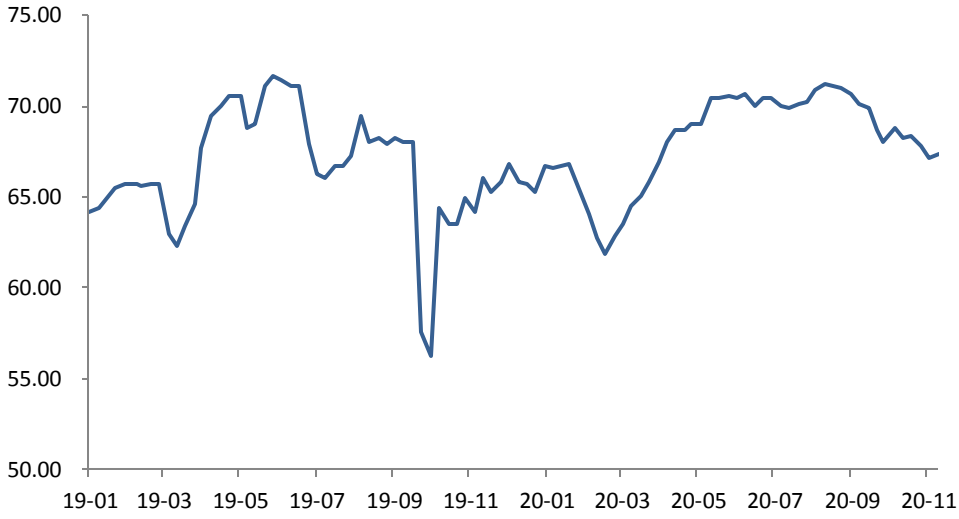
分经济类型看，10 月份，国有控股企业增加值同比增长 5.4%，下降 1.1 个百分点；股份制企业增长 6.9%，外商及港澳台商投资企业增长 7.0%；私营企业增长 8.2%，上升 0.3 个百分点。

图表6：10 月制造业增长较快（%）



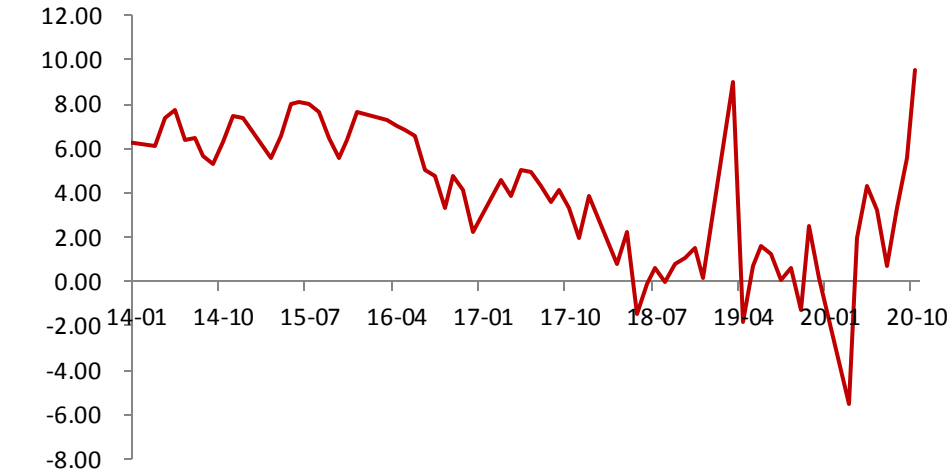
资料来源:wind、粤开证券研究院

图表7：高炉开工率 10 月环比上升，高于去年同期



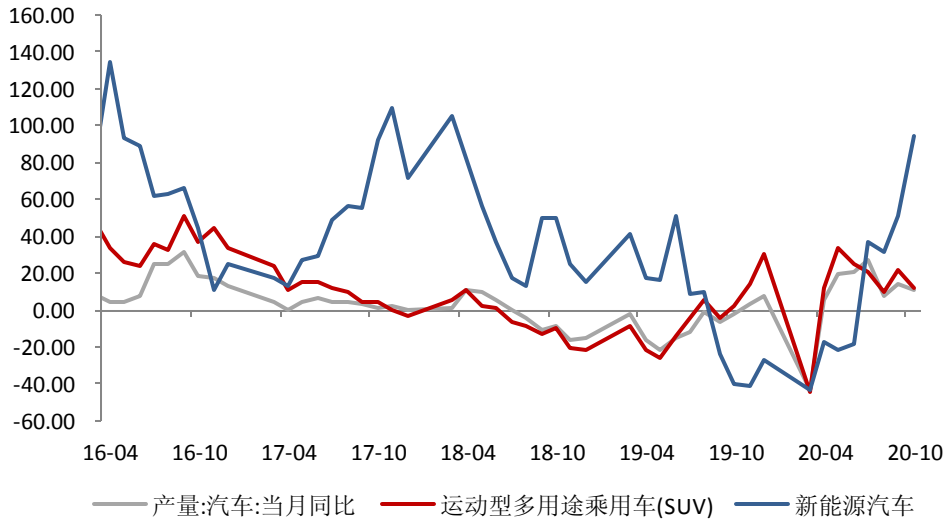
资料来源:wind、粤开证券研究院

图表8：纺织业生产增速创下 2013 年 5 月份以来新高，主要是出口带动



资料来源:wind、粤开证券研究院

图表9：新能源汽车生产快速增长



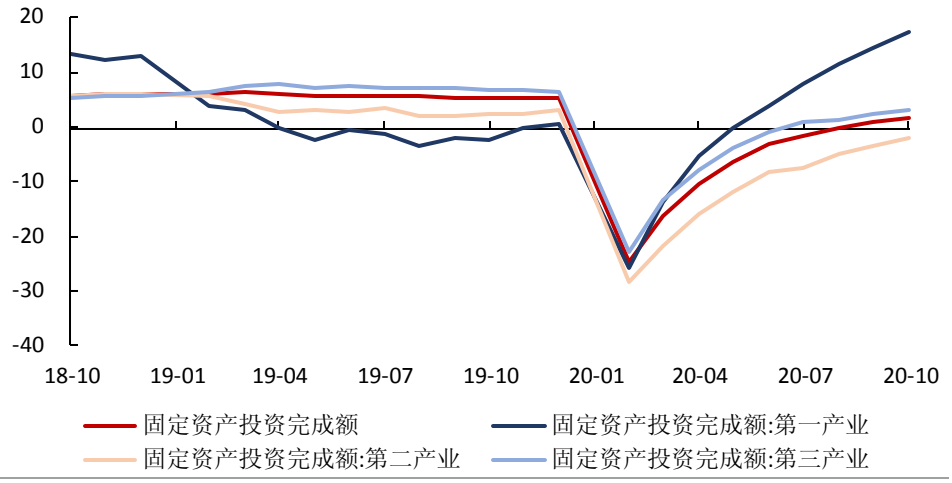
资料来源:wind、粤开证券研究院

四、地产投资持续回升成经济主要支撑，基建投资当月上升但仍低于预期，制造业低迷

固定资产投资累计同比继 9 月首次转正后，10 月持续回暖，其中， 第一产业高速增长，第二、第三产业逐步恢复。1-10 月固定资产投资同比增长 1.8%，比 1-9 月加快 1.0 个百分点，10 月份环比增长 3.22%。基于产业结构观察，随着疫情和洪灾下全国各地统筹抓好农业农村各项工作、发改委农经司《关于增加“三农”重点领域专项债券投入的通知》的落实，用于农业农村的专项债券不断发行，叠加央行定向降准政策对于三农领域信贷的引导， 1-10 月第一产业投资同比增长 17.3%，比 1-9 月份加快 2.8 个百分点。居民消费能力回升和出行恢复，线下服务业、餐饮住宿、文化娱乐等行业陆续复苏，

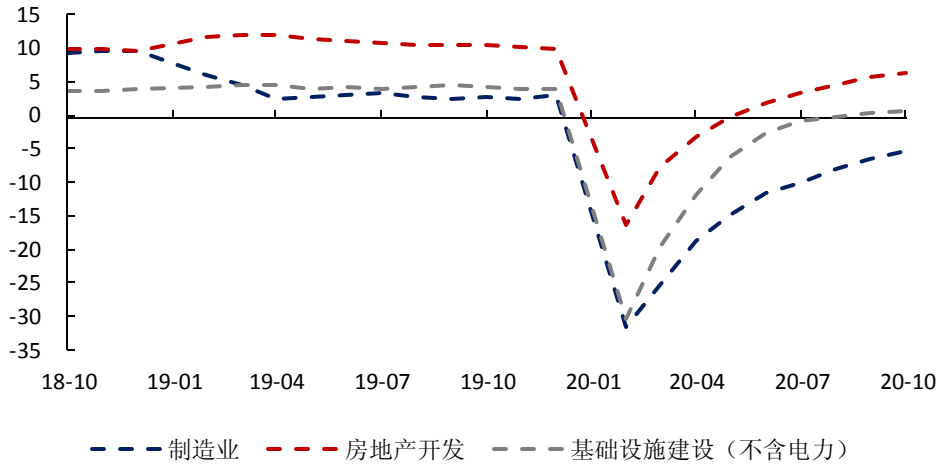
10 月份服务业生产指数同比增长 7.4%，比 9 月份上升 2.0 个百分点 ，铁路运输、航空运输、住宿餐饮、文化体育娱乐等行业商务活动指数位于 59.0%以上较高景气区间，带动 1-10 月第三产业投资增长 3.0%，比 1-9 月份加快 0.7 个百分点。第二产业投资也在加快修复，1-10 月第二产业投资下降 2.1%，降幅比 1-9 月份收窄 1.3 个百分点 。

图表10：固定资产累计同比：第一产业高速增长，第二、第三产业逐步恢复



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表11：固定资产累计同比：地产投资持续回升，基建投资仍低于预期



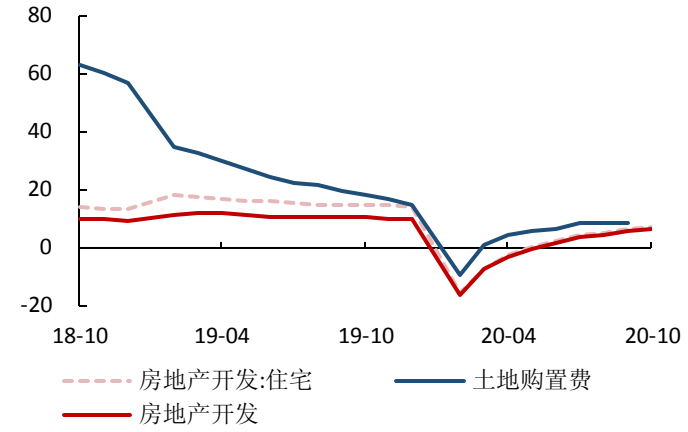
资料来源：wind、粤开证券研究院

房地产销售、新开工加快回笼资金，以及到位资金中贷款增速较高，支撑房地产投资延续高增长态势。地产调控、融资拿地限制可能约束地产投资增长空间。1-10 月房地产开发投资增长 6.3%，比 1-9 月份加快 0.7 个百分点，当月增速同比为 12.7%，连续 4 个月增速在 10%以上，连续 6 个月增速上升。在地产调控、融资趋严环境下，房企继续

加速新开工、降价促销加速资金回笼。1-10 月新开工面积同比下降 2%，降幅较 1-9 月大幅收窄 1.4 个百分点；当月增速为 3.5%，较上月上升 5.5 个百分点。1-10 月销售面积与去年同期持平，较上月上升 1.8 个百分点；当月增速为 15.3%，较上月上升 8 个百分点，与去年低基数也有关系。竣工当月增速为 5.9%，上升 23.5 个百分点。但是十四五规划建议重申“房住不炒”，国庆后各地进行限价调控，商品房销售面积环比回落 12.7%，商品房销售有所降温。

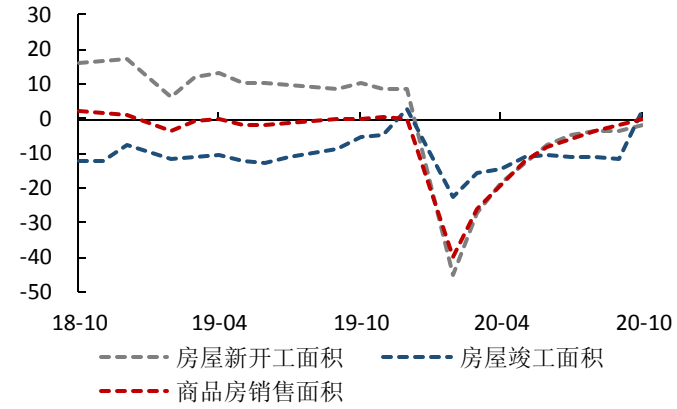
从资金来源看，到位资金从 5 月以来一直相对较高，10 月当月增速为 14.5%，与上月基本持平；其中，国内贷款增速较高，为 13.9%，上升 13.6 个百分点；预收款及个人按揭贷款增速为 12.9%和 3.3%，较上月下降 1.4 和 2.8 个百分点。虽然严控资金流向房地产，但是 1-10 月个人按揭贷款占房地产资金来源为 15.9%，高于去年同期和去年全年 0.7 和 0.6 个百分点，国内贷款增速仍高，尤其是二季度个人按揭和国内贷款增速均较高，三季度有所回落，10 月国内贷款增速再度回升。**预计后续房地产销售、新开工将继续支撑地产投资，但“345 融资新规”对房企融资的要求、各地限价调控对地产销售的降温限制了地产投资的增长空间。**

图表12：房地产开发投资增速持续上升



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表13：新开工、商品房销售面积累计同比



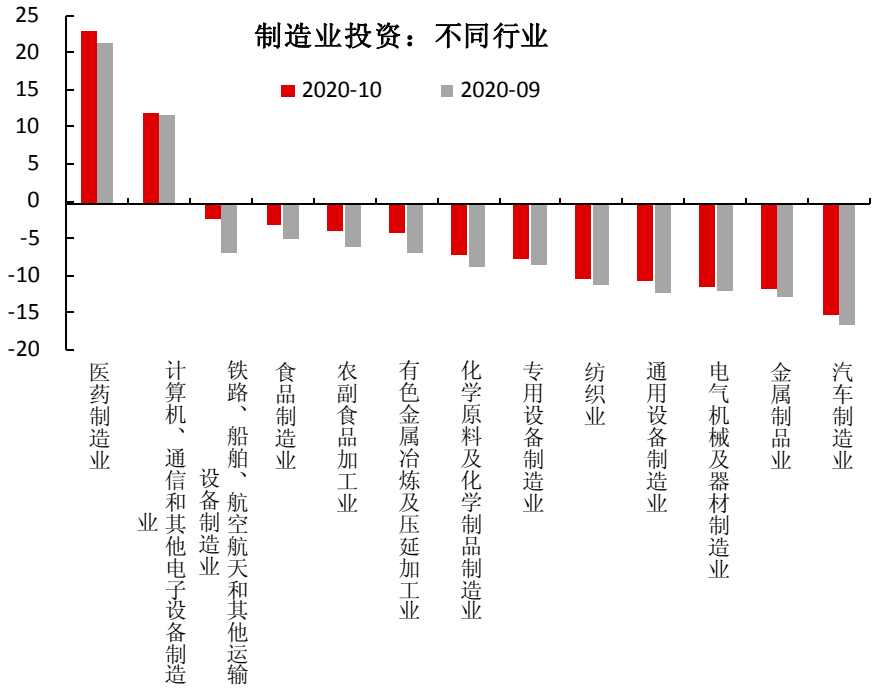
资料来源：wind、粤开证券研究院

基建投资增速整体仍低于预期，可能与地方财政压力较大、支出结构向医疗社保等领域倾斜、优质项目缺乏。1-10 月基础设施投资同比增长 3%，比 1-9 月份加快 0.6 个百分点。当月增速为 7.3%，较上月上升 2.5 个百分点，在 5-9 月当月增速下行后再度转升，与 PMI 土木建筑业上升一致。总体上在今年专项债券大量发行的情况下，基建仍低于市场预期，可能有如下原因。第一，地方财政压力较大，1-9 月地方一般公共预算收入同比-3.8%。第二，优质项目相对较少，导致专项债资金缺乏项目投向。第三，今年财政支出进度偏慢，1-9 月的一般公共预算支出占全年预算支出的 70.7%，低于序时进度 75%，财政支出累计增速为-1.9%，低于预算的 3.8%。

未来随着赋予地方政府改变专项债投向等，基建可能更快落地，但优质项目及财力总体限制基建回升幅度。7 月 29 日，财政部发布《关于加快地方政府专项债券发行使用有关工作的通知》，加快地方政府专项债券发行使用，优化新增专项债券资金投向，重点用于国务院常务会议确定的交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目、民生服务、冷链物流设施、市政和产业园区基础设施等七大领域，优先用于党中央、国务院明确的“两新一重”、城镇老旧小区改造、公共卫生设施建设等领域符合条件的重大项目。

制造业投资累计同比降幅持续缩窄，高技术制造业投资加速，医药及黑色加工制造业投资增速高；未来伴随企业盈利改善、预期向好、出口和消费持续上升，制造业投资将继续改善。1-10 月制造业投资下降 5.3%，降幅比 1-9 月份收窄 1.2 个百分点。其中，高技术制造业投资增长 10.0%，新动能趋势显著。细分行业中，医药制造业、计算机及办公设备制造业投资分别增长 22.8%、14.8%，铁路船舶运输、食品制造、农副食品加工、有色金属冶炼等环比改善，但细分行业制造业大部分同比增速仍未转正，后续存在较大的修复空间。

图表14：制造业投资累计同比：高技术制造业投资加速，多数行业仍未转正



资料来源：wind、粤开证券研究院

五、价格影响消费名义增速不及预期，餐饮消费年内首次转正，消费升级类产品销售涨幅居前，地产相关产品涨幅靠后

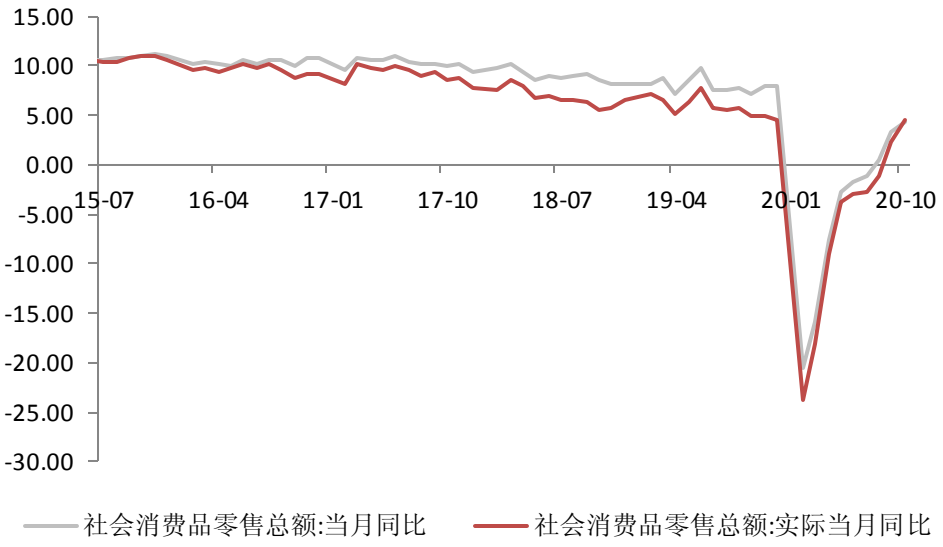
消费整体不及预期，主要受价格因素影响，实际增速上升较快，与“双 11”提前有关。10 月社会消费品零售总额同比 4.3%，预期 5.2%，前值为 3.3%。扣除价因素后，10 月社会消费品零售总额实际同比 4.6%，较上月上升 2.2 个百分点。“双 11”提前导致部分消费前移至 10 月，10 月网上实物商品零售额同比增速为 23.6%，较 9 月大幅上升 13.5 个百分点，网上实物商品零售占全社会零售比重当月上升 1.5 个百分点。

国庆中秋假期居民出行增多，外出就餐需求增加，10 月餐饮收入 4372 亿元，同比增长 0.8%，增速年内首次转正，商品零售 34204 亿元，增长 4.8%，连续 4 个月正增长。

消费升级类产品消费增速居前，地产相关产品增速靠后，但受地产销售同比上升影响，当月增速也有小幅上升。其中，化妆品类、金银珠宝同比 18.3%、16.7%，较上月上升 4.6 和 3.6 个百分点。与地产密切相关的建筑材料和家电家具零售总额同比涨幅靠后，但由于当月房地产销售上升，建筑装潢、家电、家具同比分别为 4.2%、2.7%和 1.3%，

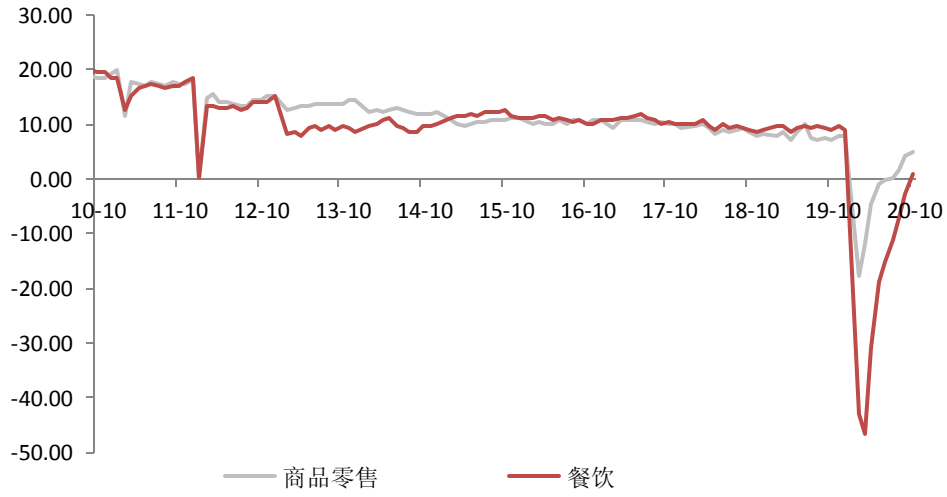
较上月提高 3.7、3.2 和 1.9 个百分点。石油制品类同比-11%，较上月降幅缩窄 0.8 个百分点，主要是由于油价较低。

图表15：10 月社会消费品零售总额同比增 4.3%



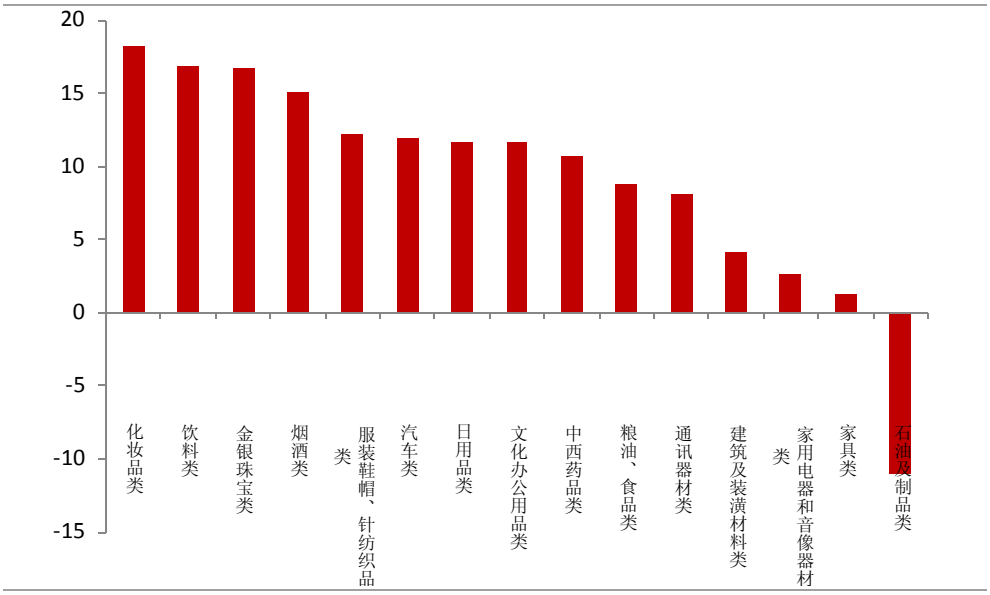
资料来源:wind、粤开证券研究院

图表16：餐饮收入同比增速年内首次转正



资料来源:wind、粤开证券研究院

图表17：消费升级类产品销售同比涨幅居前

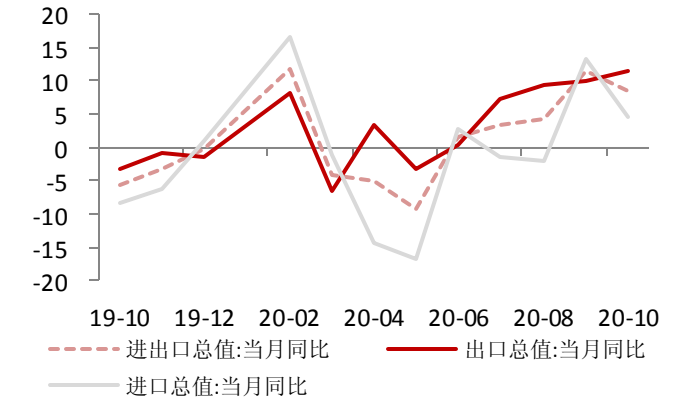


资料来源:wind、粤开证券研究院

六、中国与全球主要经济体供需错位，防疫物资叠加年底海外需求导致出口持续高增

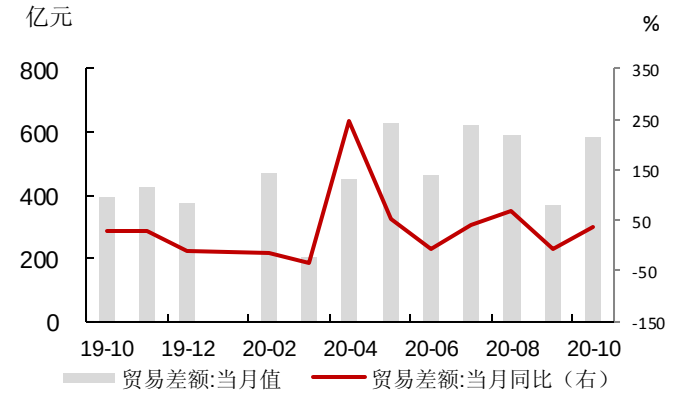
10 月出口同比增长 11.1%，连续 5 个月上升，连续 7 个月正增长，较上月上升 1.5 个百分点；1-10 月累计出口 20485.8 亿美元，同比增长 0.5%，增速年内首次转正；。进口同比增长 4.7%（前值 13.2%，预期 10.2%，去年同期为-6.1%）；1-10 月累计同比为下降 2.3%，降幅继续收窄;。10 月贸易顺差 584.40 亿美元（前值 369.99 亿美元，去年同期 423.08 亿美元），1-10 月贸易顺差累计 3845 亿美元，同比为 14.2%。

图表18：出口超预期增长，进口增速大幅低于预期



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表19：贸易差额环比提升

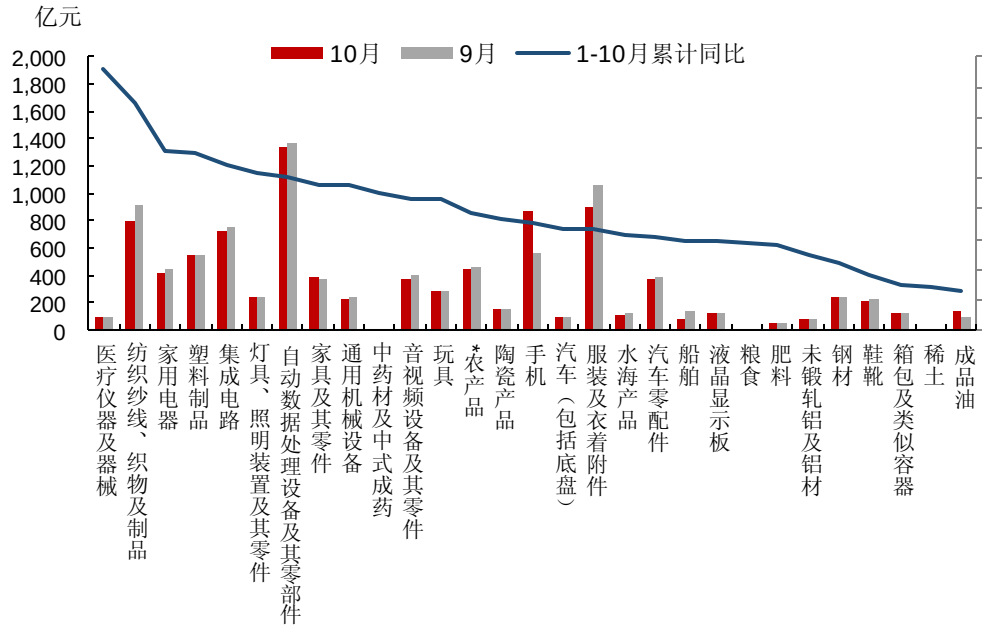


资料来源：wind、粤开证券研究院

出口超预期增长，防疫物资仍是主要支撑但贡献度略有下降，手机出口环比增长亮眼，海外消费能力复苏、年底购物需求增加叠加部分产业链替代效应助力出口强劲，对

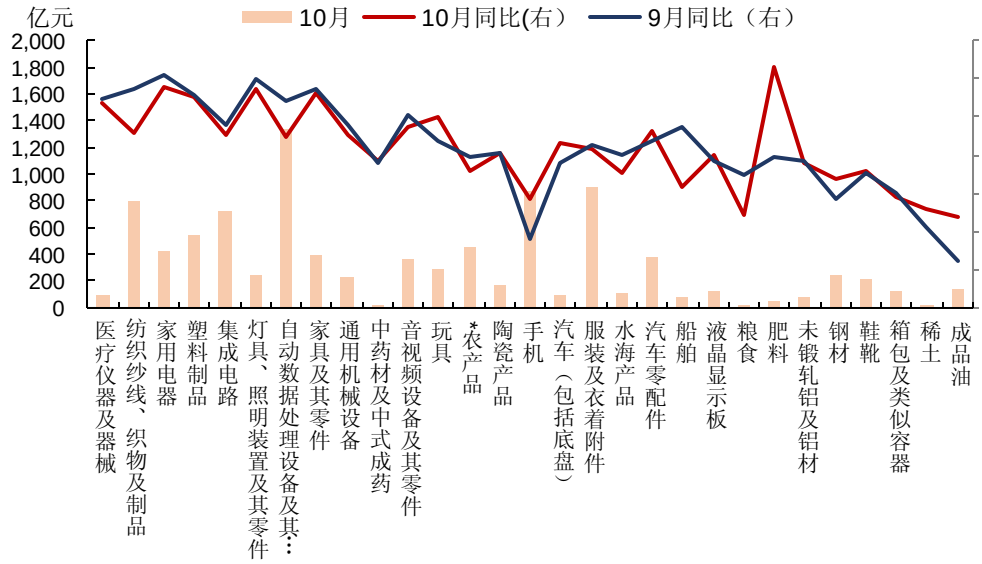
美出口增长持续高位，一般贸易出口促进贸易结构延续改善。从出口产品结构看，防疫物质仍是出口的重要支撑，1-10 月医疗器械、纺织纱线织物及制品累计同比增长 46%、34.8% ,从当月数据看 ,环比分别较 9 月减少 7.9 亿元、116 亿元 ,当月同比增长 27.2%、12.1%，较上月下降 2.2、22.6 个百分点，海外生产能力复苏减弱了对中国防疫物质的需求，但目前疫情反弹下，预计防疫物质支撑作用延续。10 月手机受新款发售陆续推出的影响，手机出口环比大幅改善，同比下降 23.2%，降幅较上月收窄了 20.3 个百分点。海外消费能力复苏、年底购物需求增加叠加部分产业链替代效应，家用电器、集成电路、灯具家具、玩具等生活类物资及通用机械、机电产品等均对出口构成良好支撑，家用电器、塑料制品、集成电路、灯具、家具、玩具 10 月同比增长 35.3%、30.2%、10.2%、34.9%、33.0%、20.1% ,通用机械设备、机电产品、汽车零配件 10 月同比增长 10.9%、9.4%、12.2%。从出口贸易方式来看，10 月一般贸易出口同比增长 16.8%，较上月增加了 1.2 个百分点，加工贸易出口同比下降 2.4%，较上月收窄 3.6 个百分点，贸易结构边际改善。从出口地区来看，对东盟、美国出口分别同比为 7.3%和 22.5%，较前值分别下降 7.1 和增加 2 个百分点，对欧盟出口同比为-7.1%，较前值收窄 0.7 个百分点。欧洲疫情反弹的封锁措施拖累对欧出口，后续随拜登正式上任美国总统，中美贸易关系短期缓和，对美出口有望进一步保持。

图表20：出口额：主要商品



*资料来源：海关总署、粤开证券研究院，*高新技术产品 10 月出口金额 4938.1 亿元，环比增加 97.2 亿元，1-10 月累积同比+4.6%，*机电产品 10 月出口 9856.7 亿元，环比减少 112.8 亿元，1-10 月累计同比+3.8%，两者未画入图中，于此补充*

图表21：出口额 10 月同比：主要商品



*资料来源：海关总署、粤开证券研究院，*高新技术产品 10 月同比+0.6%，9 月同比+2.8%，*机电产品 10 月同比+9.4%，9 月同比+10.6%，两者未画入图中，于此补充*

图表22：10 月主要出口商品概览

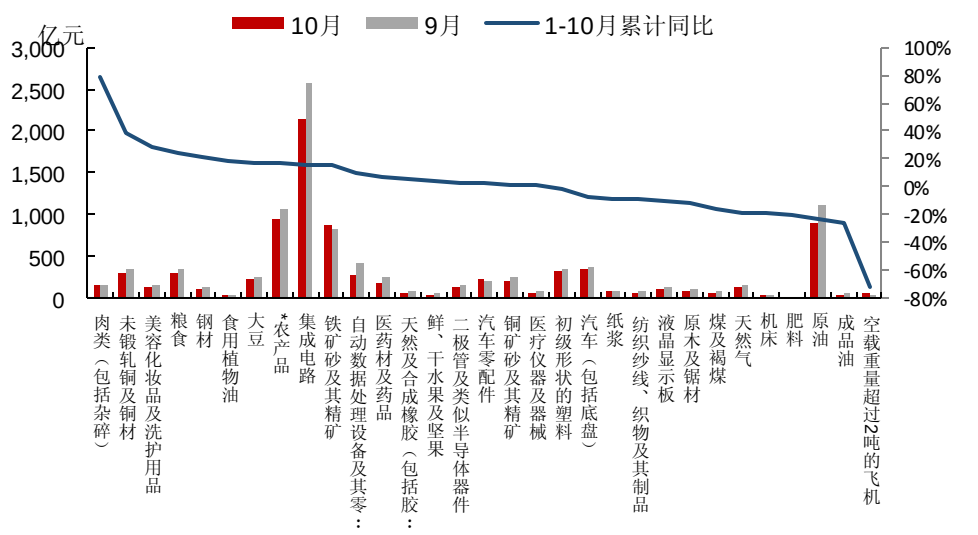
	10 月出口额（亿元）	9 月出口额（亿元）	1-10 月累计同比%	10 月同比%	9 月同比%	1-10 月累计占比%	10 月占比%	9 月占比%
医疗仪器及器械	95.4	103.3	46.0%	27.2%	29.4%	0.7%	0.6%	0.6%
纺织纱线、织物及制品	796.3	912.3	34.8%	12.1%	34.7%	6.3%	4.9%	5.5%
家用电器	423.2	453.7	19.1%	35.3%	41.5%	2.6%	2.6%	2.7%
塑料制品	547.5	547.2	18.0%	30.2%	32.0%	3.3%	3.4%	3.3%
集成电路	721.5	758.4	14.3%	10.2%	15.8%	4.5%	4.5%	4.6%
灯具、照明装置及其零件	239.3	244.7	11.7%	34.9%	40.4%	1.4%	1.5%	1.5%
自动数据处理设备及其零部件	1338.4	1366.2	10.5%	9.1%	28.3%	8.2%	8.3%	8.2%
家具及其零件	386.6	368.8	7.9%	33.0%	34.7%	2.2%	2.4%	2.2%
通用机械设备	230.4	239.7	7.6%	10.9%	16.2%	1.6%	1.4%	1.4%
中药材及中式成药	6.6	6.3	5.2%	-2.9%	-4.5%	0.0%	0.0%	0.0%
*高新技术产品	4938.1	4840.9	4.6%	0.6%	2.8%	29.7%	30.5%	29.1%
*机电产品	9856.7	9969.5	3.8%	9.4%	10.6%	59.0%	60.9%	60.0%
音视频设备及其零件	370.3	400.2	3.4%	14.3%	20.7%	2.1%	2.3%	2.4%
玩具	286.5	285.3	3.0%	20.1%	7.0%	1.3%	1.8%	1.7%
*农产品	447.2	458.9	-1.1%	-8.4%	-0.6%	3.0%	2.8%	2.8%
陶瓷产品	163	156.3	-3.4%	1.0%	1.4%	0.9%	1.0%	0.9%
手机	871.6	568.2	-4.6%	-23.2%	-43.5%	4.4%	5.4%	3.4%
汽车（包括底盘）	100.4	99.4	-6.7%	6.2%	-3.9%	0.6%	0.6%	0.6%

	10 月出口额（亿元）	9 月出口额（亿元）	1-10 月累计同比%	10 月同比%	9 月同比%	1-10 月累计占比%	10 月占比%	9 月占比%
服装及衣着附件	899.8	1055.6	-6.9%	3.2%	5.3%	5.4%	5.6%	6.4%
水海产品	110.1	119.6	-8.6%	-9.5%	0.3%	0.7%	0.7%	0.7%
汽车零配件	377.8	388.2	-9.0%	12.2%	7.4%	2.2%	2.3%	2.3%
船舶	86.3	142.6	-10.3%	-16.5%	15.1%	0.7%	0.5%	0.9%
液晶显示板	124.2	130.1	-10.4%	0.1%	-3.4%	0.8%	0.8%	0.8%
粮食	10.9	9.6	-11.0%	-31.0%	-10.3%	0.1%	0.1%	0.1%
肥料	56.7	46.4	-11.9%	46.1%	-1.3%	0.3%	0.4%	0.3%
未锻轧铝及铝材	78.2	79.3	-15.1%	-4.2%	-2.9%	0.5%	0.5%	0.5%
钢材	248	241.4	-17.7%	-12.4%	-22.7%	1.8%	1.5%	1.5%
鞋靴	215.8	231.8	-22.0%	-8.8%	-9.2%	1.4%	1.3%	1.4%
箱包及类似容器	125.8	122.9	-25.0%	-22.5%	-19.6%	0.8%	0.8%	0.7%
稀土	1.5	1.3	-25.7%	-28.6%	-38.1%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源：海关总署、粤开证券研究院

进口大幅低于预期，主要受国庆和中秋假期叠加工作日减少、前期进口高增下需求减少等因素拖累；但受价格回落叠加国内地产、基建需求因素影响，大宗商品仍保持较高进口数量，对美进口继续保持双位数高增。从进口细分项来看，集成电路、高新技术产品、机电产品 10 月环比分别下降了 437、772、926 亿元，机电产品增幅收窄 7.5 个百分点至 6.4%，集成电路、高新技术产品 10 月同比分别下降 39.6%、24.5%，较上月回落 23.0、38.1 个百分点，是 10 月进口低于预期的主要拖累，系国庆假期工作日减少、前期进口高基数下需求减少等因素所致。大宗商品价格回落叠加国内地产、基建需求，铁矿、铜矿保持较高进口量。从进口贸易方式看， 一般贸易和加工贸易进口同比分别增长 7.6%和 1%，较前值分别下降 7.3 和 1.3 个百分点。从进口地区看，对东盟和欧盟进口同比 2.7%和 9%，分别下降 10.5 和 2.1 个百分点，从美国进口同比增速为 33.4%，较上月扩大 8.6 个百分点，中美加快实施第一阶段贸易协议、国内需求加速恢复支撑对美、对欧进口。

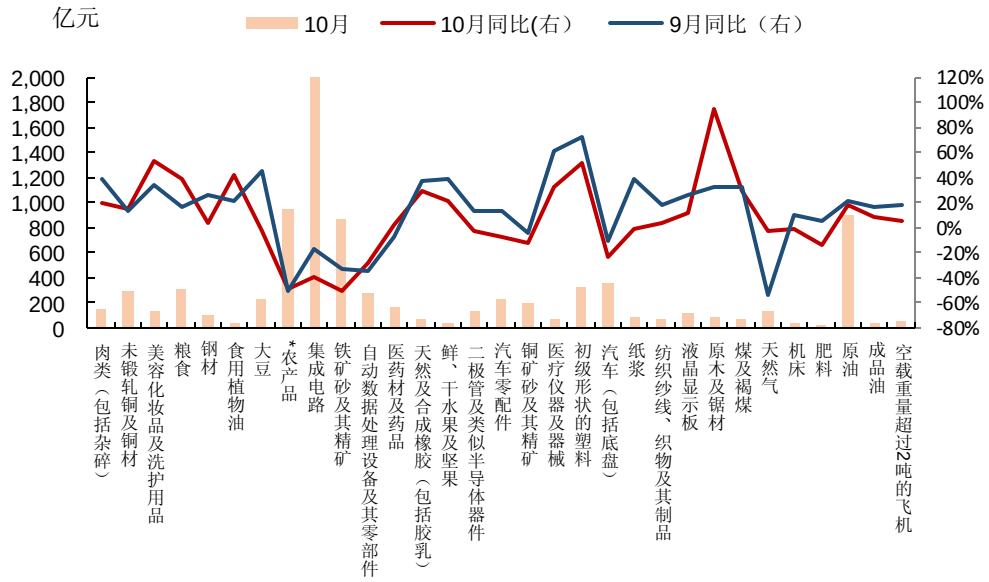
图表23：主要商品进口金额



*资料来源：海关总署、粤开证券研究院，*高新技术产品 10 月进口金额 4117 亿元，环比减少*

*772.4 亿元，1-10 月累积同比+7.1%，*机电产品 10 月进口5823.8 亿元，环比减少 926.2 亿元 1-10 月累计同比+4.4%，两者未画入图中，于此补充*

图表24：主要商品进口增速



*资料来源：海关总署、粤开证券研究院，*高新技术产品 10 月进口同比-24.5%，9 月同比14.6% *机电产品 10 月同比+6.4%，9 月同比 13.9%，两者未画入图中，于此补充*

图表25：10 月主要进口商品概览

	10 月进口额（亿元）	9 月进口额（亿元）	1-10 月累计同比%	10 月同比%	9 月同比%	1-10 月累计占比%	10 月占比%	9 月占比%
肉类（包括杂碎）	148.7	161.3	78.8%	19.2%	39.1%	1.5%	1.2%	1.1%
未锻轧铜及铜材	291	340.4	37.9%	15.2%	13.0%	0.6%	0.4%	0.5%
美容化妆品及洗护用品	130.7	166.3	28.4%	53.5%	34.4%	2.4%	2.6%	2.5%
粮食	312.3	344.3	23.6%	39.2%	17.1%	1.9%	1.9%	1.9%
钢材	105.8	137.7	22.0%	2.9%	25.7%	0.3%	0.4%	0.3%
食用植物油	43.1	47.9	17.8%	42.7%	21.1%	5.7%	7.2%	5.9%
大豆	237.1	260.6	17.0%	-2.4%	45.8%	1.6%	1.7%	1.8%
*农产品	948.4	1,058.00	16.4%	-49.5%	-51.1%	1.1%	0.5%	0.6%
集成电路	2,132.00	2,569.30	16.0%	-39.6%	-16.6%	9.0%	7.4%	7.9%
铁矿砂及其精矿	872.4	833.3	15.4%	-51.5%	-33.8%	0.6%	0.4%	0.4%
自动数据处理设备及其零部件	273.7	413.4	10.4%	-27.8%	-35.1%	1.6%	1.1%	1.1%
*高新技术产品	4,117.00	4,889.40	7.1%	-24.5%	14.6%	1.8%	1.4%	1.7%
医药材及药品	171.7	245.6	6.5%	1.5%	-7.7%	0.1%	0.1%	0.2%
天然及合成橡胶(包括胶乳)	64.5	80.1	6.1%	28.5%	37.4%	1.0%	1.1%	1.2%
*机电产品	5,823.80	6,750.00	4.4%	6.4%	13.9%	2.5%	2.6%	2.5%

	10 月进口额（亿元）	9 月进口额（亿元）	1-10 月累计同比%	10 月同比%	9 月同比%	1-10 月累计占比%	10 月占比%	9 月占比%
鲜、干水果及坚果	43.3	65.4	4.0%	21.0%	38.6%	0.5%	0.5%	0.6%
二极管及类似半导体器件	134.5	165.5	2.5%	-3.1%	12.6%	0.8%	0.8%	0.8%
汽车零配件	222.4	217.6	2.1%	-8.1%	13.0%	0.8%	0.8%	0.7%
铜矿砂及其精矿	204.1	246.3	0.6%	-11.9%	-4.5%	0.7%	0.6%	0.6%
医疗仪器及器械	63	82.8	0.6%	31.6%	60.5%	0.8%	0.9%	1.0%
初级形状的塑料	319.4	345	-1.8%	51.2%	71.6%	2.1%	2.4%	2.4%
汽车（包括底盘）	352.6	381.2	-7.9%	-23.5%	-10.5%	0.3%	0.3%	0.3%
纸浆	92.8	98	-9.3%	-0.7%	38.0%	2.7%	2.2%	2.9%
纺织纱线、织物及其制品	74.1	80.1	-9.4%	4.1%	17.6%	1.1%	1.1%	1.2%
液晶显示板	112.7	126.8	-10.6%	11.2%	25.4%	17.0%	17.5%	18.3%
原木及锯材	91.7	106.5	-11.5%	95.2%	32.9%	2.1%	2.9%	2.7%
煤及褐煤	63.4	81.9	-16.5%	29.9%	32.3%	1.6%	1.8%	1.5%
天然气	139.9	156.4	-18.4%	-3.2%	-53.5%	0.2%	0.4%	0.3%
机床	33.8	40.8	-19.4%	-0.6%	10.1%	0.9%	0.9%	0.9%
肥料	13.2	22.8	-19.9%	-14.6%	5.1%	0.6%	0.5%	0.6%
原油	903.1	1,103.40	-23.1%	17.9%	21.7%	8.3%	7.8%	7.5%
成品油	43.2	55.3	-26.4%	8.3%	16.9%	45.7%	47.8%	48.1%

资料来源：海关总署、粤开证券研究院

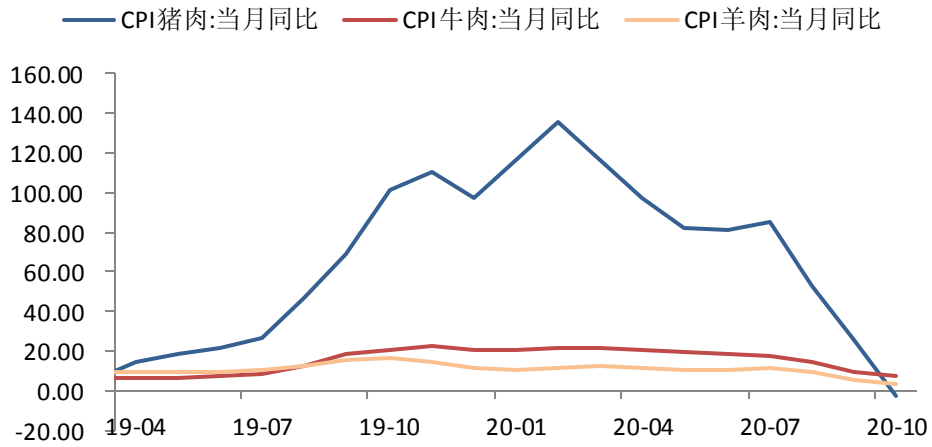
2020 年 11 月 15 日，《区域全面经济伙伴关系协定》（RCEP）正式签署，成员包括中国、日本、韩国、澳大利亚、新西兰和东盟十国共 15 方，世界上人口最多、经贸规模最大、成员构成最多元、最具发展潜力的自由贸易区正式启动。RCEP 涵盖的人口、经济规模总量大，且包括了发达国家和发展中国家，有利于深化区域经济一体化，极大提高了区域产业链效率和活力。RCEP 在货物贸易、服务贸易、投资准入、贸易便利化、知识产权、电子商务、竞争政策、政府采购等方面减少贸易壁垒，货物贸易开放水平达到 90%以上，成员国之间关税减让以立即降至零关税、十年内降至零关税的承诺为主，中国和日本首次达成了双边关税减让安排，实现了历史性突破，未来，中国对东盟、日本、韩国、澳大利亚、新西兰的贸易合作有望加快。

展望未来，中国经济率先恢复、部分产业链替代效应延续、海外需求修复、RECP 协定进一步削减贸易壁垒多因素共振下，出口有望继续保持强劲。国内需求继续上升叠加海外陆续复工，进口预计持续增长。进出口结构将继续优化，向更高附加值的一般贸易出口转化，优化出口产品结构。根据 10 月 25 日《国务院办公厅关于推进对外贸易创新发展的实施意见》，未来将积极推动电力、轨道交通、通信设备、船舶及海洋工程、工程机械、航空航天等装备类大型成套设备开拓国际市场，提高生物技术、节能环保、新一代信息技术、新能源、机器人等新兴产业的国际竞争力。推动纺织、服装、箱包、鞋帽等劳动密集型产品高端化、精细化发展，提升农产品精深加工能力和特色发展水平，扩大高附加值农产品出口。

七、猪周期下行拖累 CPI，中美政策分别侧重企业和居民，导致中美 CPI 走势差异

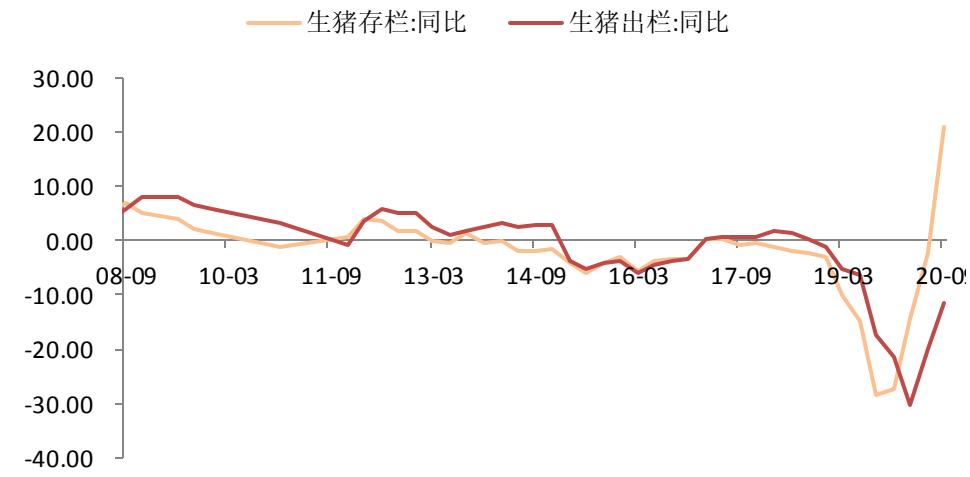
受去年同期高基数、翘尾因素减少以及猪肉价格由升转降的影响，10 月 CPI 同比上涨 0.5%，较前值下降 1.2 个百分点；环比下降 0.3%，由正转负。主要有如下原因：**一是**去年同期的高基数效应。2019 年 10 月 CPI 同比上涨 3.8%，环比上涨 0.9%，2015-2018 年 10 月环比平均为 0.1%。**二是**翘尾因素减少。10 月份 CPI 的同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为 0.4 个百分点，比上月回落 0.8 个百分点，新涨价影响约为 0.1 个百分点。**三是**猪周期下行，猪肉价格由升转降。生猪产能持续恢复，猪肉供给持续改善，截至 2020 年 9 月，生猪存栏量、出栏量同比分别为 20.7%和-11.7%，两项数据较前值均有大幅提升，生猪存栏量同比数据更是 2018 年以来首次转正。猪肉价格同比在连续上涨 19 个月后首次转降，同比下降 2.8%，导致食品价格涨幅比上月回落 5.7 个百分点。

图表26：猪肉价格同比在连续上涨 19 个月后首次转降（%）



资料来源:wind、粤开证券研究院

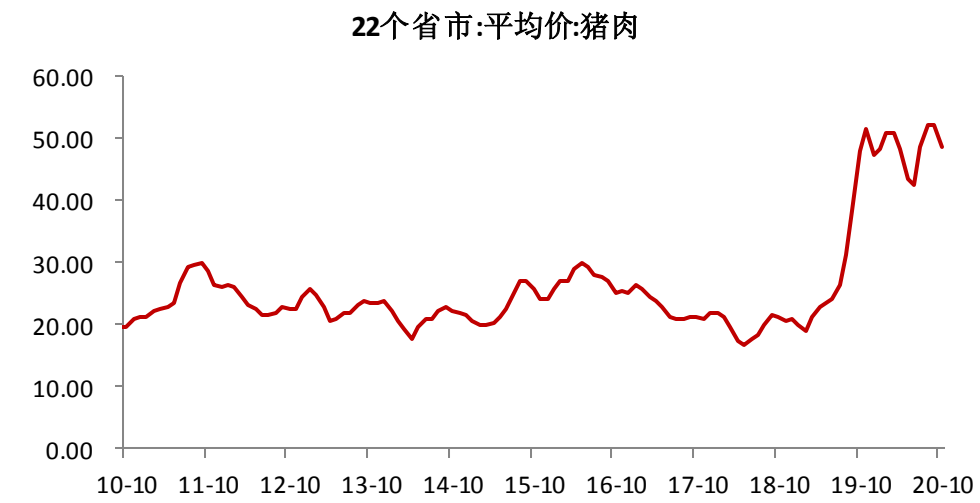
图表27：生猪产能持续恢复（%）



资料来源:wind、粤开证券研究院

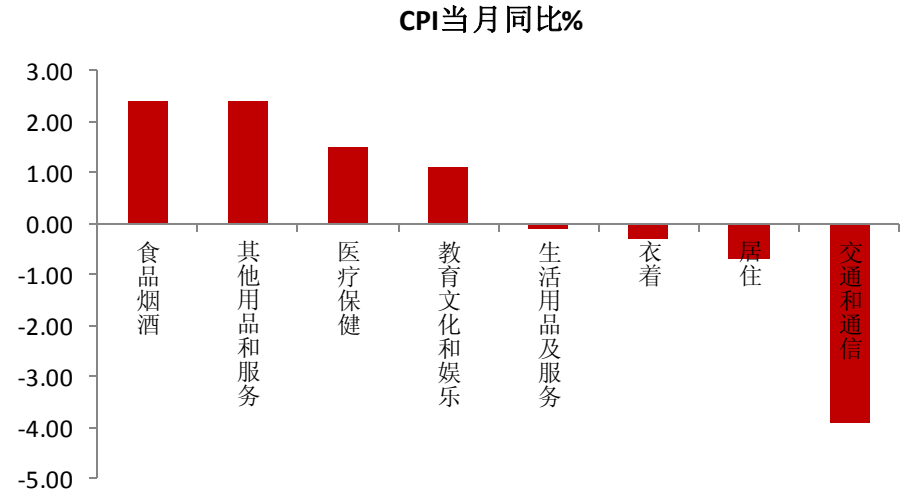
从近两年猪肉价格走势来看，2019 年四季度至 2020 年一季度猪肉价格均处高位，近几个月猪肉价格还将保持同比下滑，预计近期 CPI 同比还将下行。

图表28：10 月猪肉价格下滑（元/千克）



资料来源:wind、粤开证券研究院

图表29：交通和通信 CPI 当月同比跌幅较大



资料来源:wind、粤开证券研究院

从环比看，CPI 下降 0.3%。其中，食品价格由上月上涨 0.4%转为下降 1.8%，影响 CPI 下降约 0.41 个百分点。食品中，**生猪产能持续恢复，猪肉供给持续改善**，价格下降 7.0% ,降幅比上月扩大 5.4 个百分点 **鸡蛋和鲜菜供应充足** ,价格分别下降 2.3%和 2.1%；**部分地区苹果、梨等新果上市**，鲜果价格略涨 1.8%，涨幅比上月回落 5.5 个百分点。非食品价格上涨 0.1%，涨幅比上月回落 0.1 个百分点。非食品中，**国庆中秋假期居民出行**

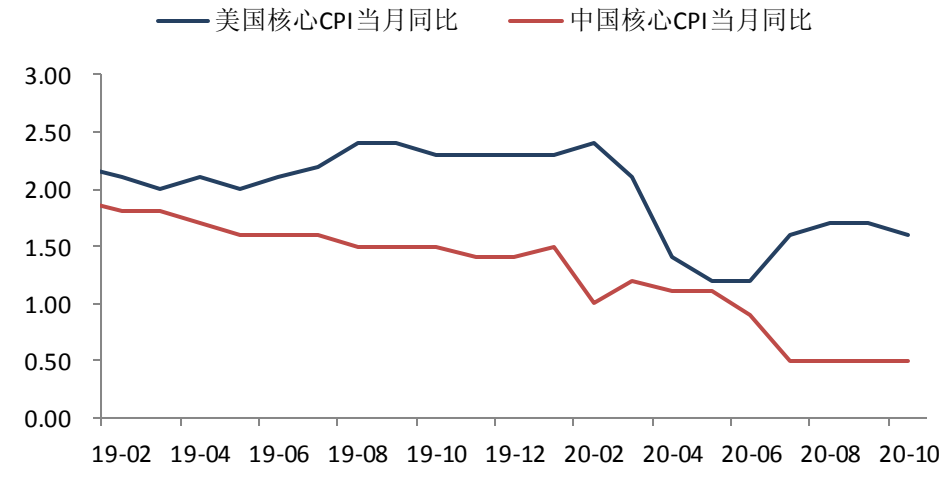
增多，飞机票、宾馆住宿和旅游价格分别上涨 9.4%、4.1%和 2.8%；受国际原油价格波动影响，汽油和柴油价格分别下降 2.3%和 2.6%。

10 月份 PPI 同比下降 2.1%，与前值持平。其中，生产资料价格下降 2.7%，降幅收窄 0.1 个百分点；生活资料价格下降 0.5%，降幅扩大 0.4 个百分点。从环比看，PPI 由上月微涨转为持平，前值为增长 0.1%。其中，生产资料价格上涨 0.1%，涨幅回落 0.1 个百分点；生活资料价格下降 0.1%，降幅与上月相同。受北方气温下降影响，供暖需求逐渐增加，煤炭开采和洗选业、燃气生产和供应业价格分别上涨 2.1%和 0.4%，受国际原油价格震荡下行影响，石油和天然气开采业价格下降 4.9%，石油、煤炭及其他燃料加工业价格下降 1.6%。

与 CPI 同比涨幅中翘尾因素主导不同，PPI 新涨价影响较大。10 月份-2.1%的同比降幅中，去年价格变动的翘尾影响约为-0.1 个百分点，新涨价影响约为-2.0 个百分点。

美国物价走势与我国有明显区别，两国核心 CPI 当月同比进入 2020 年后均显著下滑，但 2020 年下半年后美国开始回升，而中国继续下降。这主要是因为中美财政和货币政策的发力方向不同，导致居民收入产生差异，传导至消费物价，而且这种差异可能长期存在。中国主要发挥投资逆周期功能，加杠杆主要用于投资，对 PPI 提振更有效果，CPI 影响相对较弱。而美国直接加杠杆主要用于转移支付，通过发放现金等方式避免居民收入出现大幅下滑，对消费刺激作用更大，所以核心 CPI 在 7 月已经开始回暖。这种政策差异对居民收入进而对需求和 CPI 的影响差异仍将继续，美国消费物价水平将缓慢回升。

图表30：中美核心 CPI 当月同比（%）



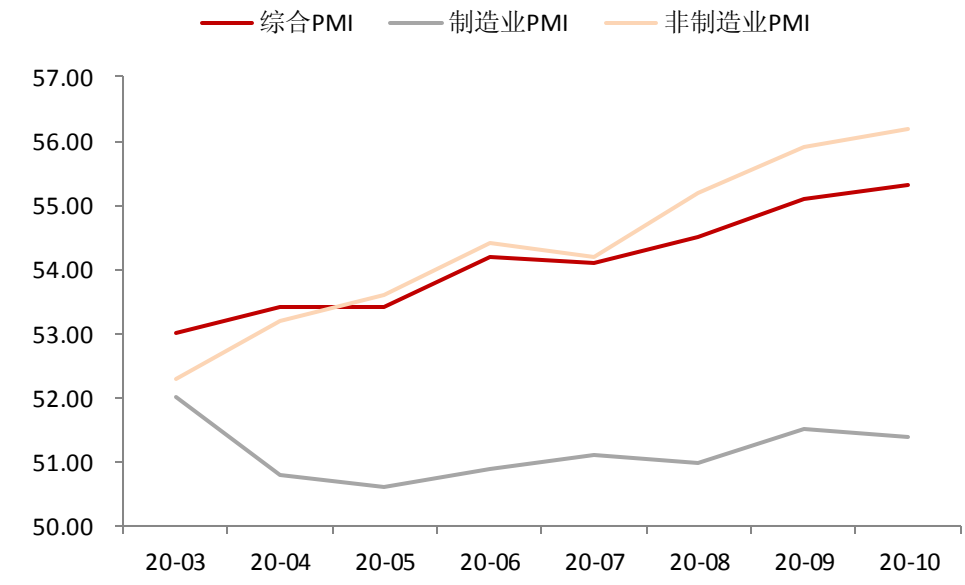
资料来源:wind、粤开证券研究院

八、内外需回暖，需求上升速度快于生产，但是小企业经营恶化

10 月份，综合 PMI 上升，为近一年最高点，过去三个月连续上升，生产加快恢复。其中制造业 PMI 略下滑，但连续八个月位于荣枯线之上，整体持续回暖；非制造业继续上升，为近一年高点，服务业、土木工程建筑业加快恢复。综合 PMI 产出指数为 55.3%，

比上月上升 0.2 个百分点，我国企业生产经营活动继续加快恢复。10 月份，制造业 PMI 为 51.4%，虽比上月微落 0.1 个百分点，但自 3 月份以来连续位于临界点以上，制造业总体持续回暖；非制造业商务活动指数为 56.2%，比上月上升 0.3 个百分点，连续 8 个月高于临界点，非制造业复苏步伐有所加快。

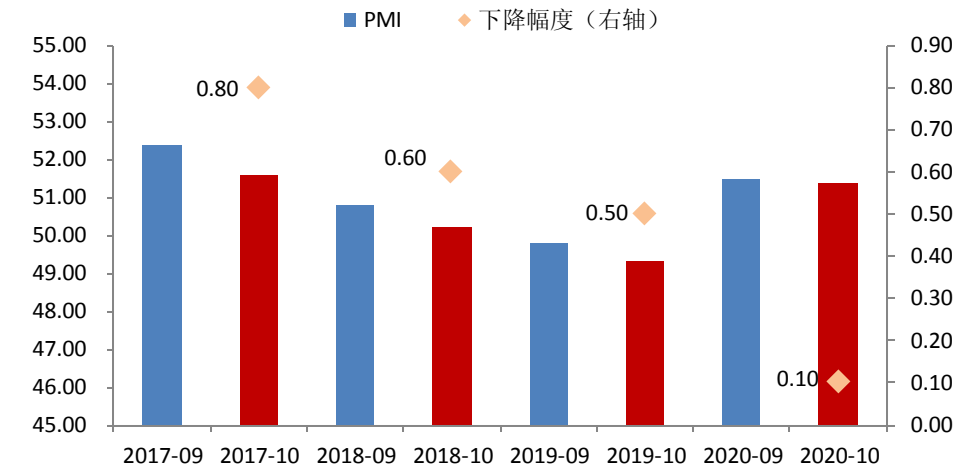
图表31：10 月份 PMI 走势（%）



资料来源:wind、粤开证券研究院

制造业 PMI 略下滑，但环比回落程度好于历年同期，反映当前制造业恢复较好。由于 PMI 是环比指标，10 月份国庆长假导致 PMI 有所下滑。从近三年 PMI 走势看，每年 10 月份 PMI 均低于 9 月份，而且今年 10 月 PMI 下滑幅度是近三年最小的，说明今年 10 月份制造业环比增长要好于往年。今年下半年以来 PMI 整体上升趋势明显，三季度 PMI 均在 51%之上，单月小幅下滑不足以改变整体上升趋势。在内外需求同步回暖带动下，PMI 还将持续恢复。

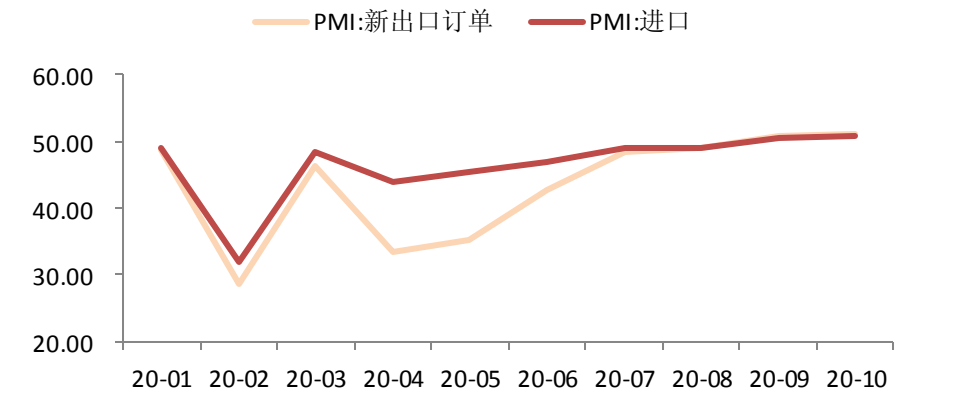
图表32：今年 10 月 PMI 下滑幅度是近三年最小的（%）



资料来源:wind、粤开证券研究院

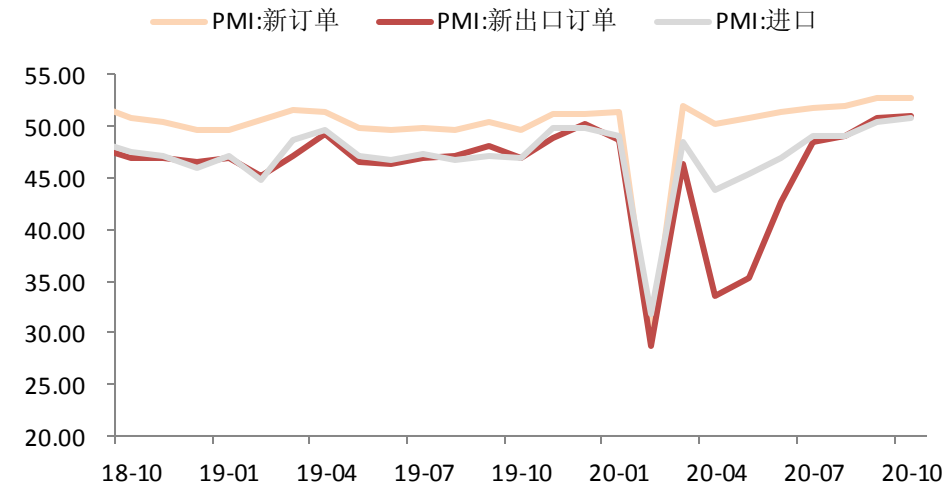
内外需恢复，且需求上升速度快于生产，反映经济动能的新订单-库存指标达到年内新高。10 月制造业 PMI 生产指数为 53.9%，较上月下降 0.1 个百分点，而反映需求的新订单指数为 52.8%，与上月持平，也是 2018 年 7 月份以来最高水平，显示国内外需求同步回暖。新出口订单指数和进口指数为 51.0%和 50.8%，**均创下 2018 年 6 月份以来新高，**分别高于上月 0.2 和 0.4 个百分点，均连续两个月位于扩张区间，主要是稳外贸稳外资政策效应持续显现，叠加近期世界主要经济体制造业恢复性改善，我国进出口进一步回暖。**反映经济动能的指标新订单-库存为 7.9 个百分点，创年内新高。预计未来内外需求同步恢复趋势还将持续。**国内疫情持续整体稳定，制造业和非制造业经营活动预期指数维持高位体现了市场对于未来预期向好。非制造业业务活动预期指数为 62.9%，连续 7 个月位于 60.0%以上高位景气区间；制造业生产经营活动预期为 59.30%，连续四个月上涨。国外方面由于欧美国家加杠杆主要用于转移支付，通过发放现金等方式避免居民收入出现大幅下滑，对消费刺激作用更大，美国核心 CPI 在 7 月已经开始回暖，但国外工业生产尚未恢复，部分居民消费需求向中国转移，出口需求将持续存在。

图表33：10 月 PMI 进出口数据均上升（%）



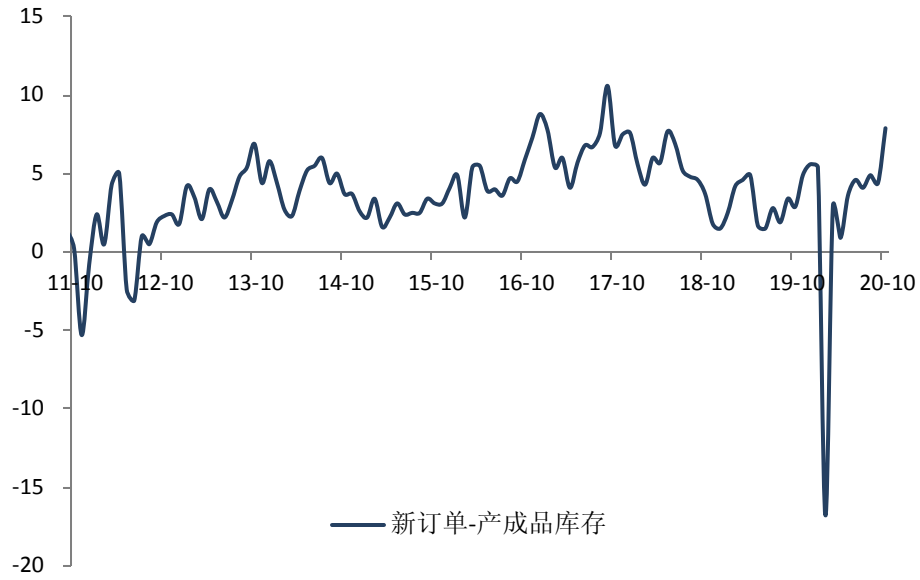
资料来源:wind、粤开证券研究院

图表34：内外需求同步恢复（%）



资料来源:wind、粤开证券研究院

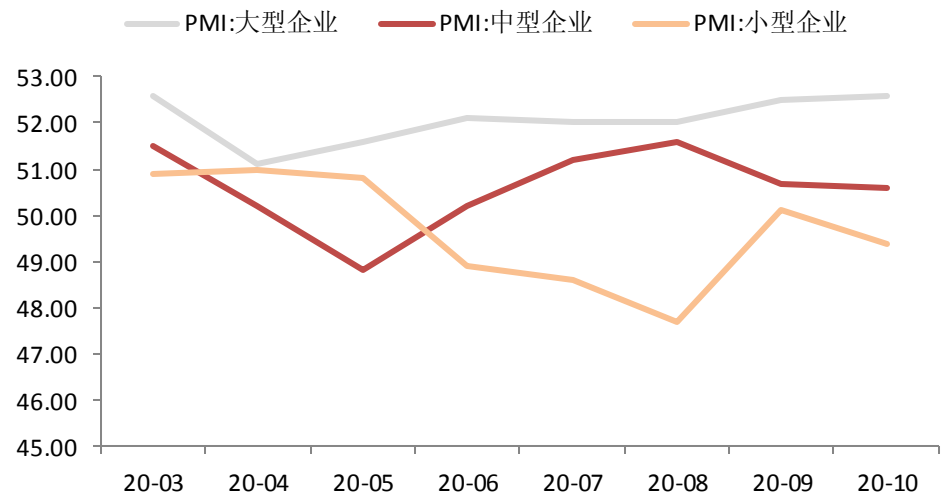
图表35：10 月 PMI 进出口数据均上升（%）



资料来源:wind、粤开证券研究院

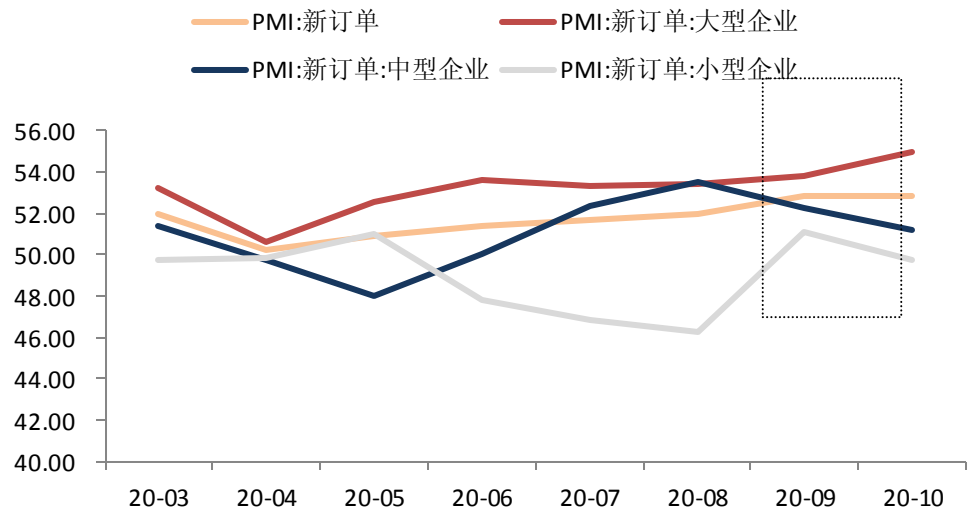
大小企业新订单明显分化，小型企业市场需求不足，拖累 PMI 下滑。10 月，大、中型企业 PMI 分别为 52.6%和 50.6%，均与上月基本持平。小型企业 PMI 为 49.4%，低于上月 0.7 个百分点，降至荣枯线以下；同时，大小企业新订单明显分化，小型企业新订单指数有所回落，明显低于制造业总体水平，显示出小型企业市场需求不足。此外，供应链环节成本上升，随着近期境外多国疫情出现反弹，企业面临进口原料采购周期加长，运输成本增加等压力。不过小型企业 PMI 本身波动较大，这与其统计样本较少关系密切，具体趋势还有待观察。

图表36：小型企业拖累 PMI 下滑（%）



资料来源:wind、粤开证券研究院

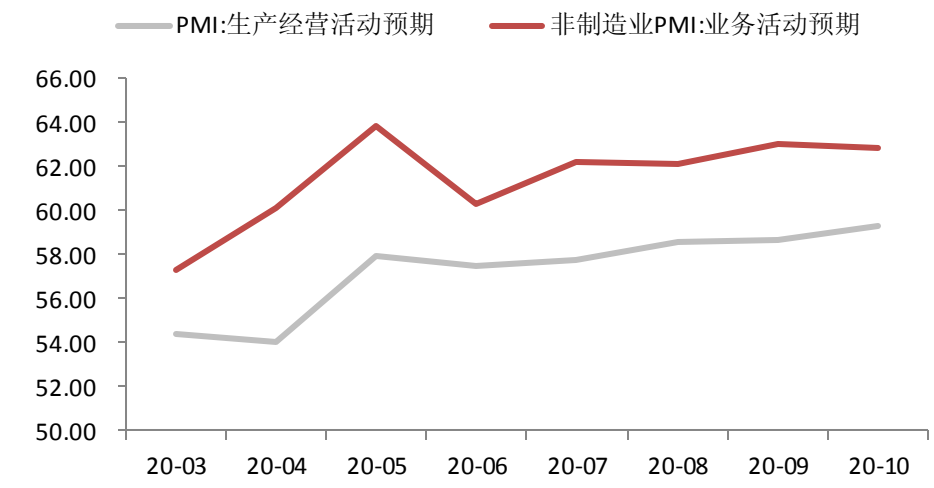
图表37：大小企业新订单明显分化（%）



资料来源:wind、粤开证券研究院

10 月服务业在中秋国庆带动下，恢复态势良好。服务业商务活动指数继续回升至 55.5%，高于上月 0.3 个百分点，服务业保持稳中有升的复苏势头。从行业情况看，在国庆、中秋双节带动下，居民出行意愿增强，消费需求加快释放，铁路运输、航空运输、住宿餐饮、文化体育娱乐等行业商务活动指数位于 59.0%以上较高运行区间，相关行业市场更趋活跃；批发零售、生态保护及环境治理等行业商务活动指数继续位于临界点以上，且均高于上月 2.5 个百分点以上，企业业务总量增长加快。

图表38：市场预期较好，非制造业维持高位（%）



资料来源:wind、粤开证券研究院

分析师简介

李兴，中央财经大学硕士研究生，2016 年 6 月加入粤开证券，现任宏观分析师，证书编号：S0300518100001。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。
本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入：相对大盘涨幅大于 10%；
增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；
持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；
减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；
中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。

免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨为派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区金控中心 21-23 层

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼 2 层

上海市浦东新区源深路 1088 号平安财富大厦 20 层

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10 层

网址：www.ykzq.com